

2012年12月26日

瑞普生物 (300119.SZ)

兽药龙头，站在新一轮增长的起点

■ 拥有良好的业务结构和产品梯队，凭借强大的技术研发和营销服务实力，未来 3-5 年将充分受益于中国兽药市场的高速成长。公司是国内少数几家在生物制品和制剂领域均具有很强竞争优势的兽药企业，以市场化的兽用疫苗和制剂销售为主。我国畜牧业正处于由农户散养向规模化养殖转变的重要时期，随着规模养殖带来的免疫覆盖率的提升，国内兽药市场处于高速成长期，并且规模养殖促进用药规范化，导致市场份额和行业利润向优势品牌企业集中。公司作为兽药行业领军企业，凭借强大的技术研发和营销服务实力，未来 3-5 年将充分受益于中国兽药市场的高速成长。

■ 新建产能 2013 年陆续释放，奠定未来三年高增长基础。公司目前可年产灭活疫苗 18 亿 ml、活疫苗 120 亿羽（头）份，疫苗生产线产能利用率处于较高水平。2013 年 6 月和 9 月瑞普生物动物疫苗扩建项目、湖南中岸疫苗车间扩建项目相继建成投产，灭活疫苗和活疫苗生产能力将分别增加 1 倍和 2.8 倍，预计 2016 年可全部达产，奠定兽用生物制品未来三年高增长基础。此外，猪圆环、猪细小、猪流行性腹泻等畜用疫苗也有望于 2013 年获得生产批号并推向市场，畜用疫苗产品结构将极大优化。

■ 通过营销变革提升市场占有率。营销体系变革为四纵四横纵横交织的矩阵式管理模式，以销售大区为利润考核中心。在每个细分产品上均配备专门的营销团队进行销售攻关，一方面不断开拓新客户，另一方面通过矩阵式营销管理模式加强营销队伍和营销网络的建设，不断扩大销售区域，提高市场占有率，拉动大客户和网络经销商销售额的快速增长。

■ 股权激励计划为未来三年业绩持续快速增长提供保障。公司于 2012 年推出面对核心管理和技术人员的股权激励计划，要达到行权条件，要求 2011-2014 年业绩复合增速不低于 33%，为公司持续快速增长提供了有力保障。首批授予的 20% 的股票期权将于 2013 年 2 月 2 日-2014 年 2 月 1 日开始行权，行权价格为 16.92 元。

■ 给予买入-A 评级。预计公司 2012-2014 年全面摊薄的 EPS 分别 0.71、0.97 和 1.32 元，净利润增速分别为 20%、36%和 36%。考虑到公司良好的成长前景，给予 2013 年 25 倍 PE，12 个月目标价 24.30 元。

■ 风险提示：项目投产进度低于预期风险、原材料成本上升风险。

摘要(万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	34,561.9	58,771.3	66,019.8	83,891.7	109,146.9
净利润	8,254.0	11,409.5	13,706.3	18,701.0	25,497.5
每股收益(元)	0.43	0.59	0.71	0.97	1.32
每股净资产(元)	7.02	7.23	7.86	8.28	8.99

盈利和估值	2010	2011	2012E	2013E	2014E
市盈率(倍)	43.3	31.3	26.1	19.1	14.0
市净率(倍)	2.6	2.6	2.4	2.2	2.1
净利润率	23.9%	19.4%	20.8%	22.3%	23.4%
净资产收益率	7.0%	8.6%	8.8%	11.0%	13.8%
股息收益率	2.1%	1.2%	1.6%	3.0%	3.3%
ROIC	51.3%	31.3%	18.3%	24.5%	21.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司深度分析

证券研究报告

生物医药 III

投资评级 **买入-A**

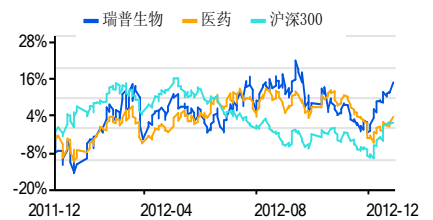
首次评级

12 个月目标价 **24.30 元**
股价 (2012-12-25) **18.54 元**

交易数据

总市值 (百万元)	3,574.23
流通市值 (百万元)	1,366.27
总股本 (百万股)	192.78
流通股本 (百万股)	73.69
12 个月价格区间	15.60/23.83 元
十大股东 (%)	52.17%

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	2.64	-4.96	-15.49
绝对收益	14.30	5.82	-11.71

吴莉

高级分析师

SAC 执业证书编号: S1450511020019
wuli@essence.com.cn
010-66581623

李江

分析师

SAC 执业证书编号: S1450512080007
lijiang@essence.com.cn
010-66581600

相关报告

正文目录

1. 推荐逻辑.....	3
2. 公司概况：兽药板块领军企业.....	4
2.1. 以市场化销售为导向.....	4
2.2. 公司核心竞争优势.....	5
3. 国内兽药市场前景向好.....	7
3.1. 兽药行业概况.....	7
3.2. 规模化养殖驱动兽药市场高速增长.....	8
3.3. 市场集中度上升，利润向龙头企业集中.....	10
4. 兽药龙头，站在新一轮增长的起点.....	12
4.1. 依托丰富的产品种类，向客户提供系统解决方案.....	12
4.2. 启动营销变革提升市场占有率.....	13
4.3. 新建产能 2013 年陆续释放，奠定未来三年高增长基础.....	15
5. 股权激励保障 2011-2014 年复合增长 33%.....	16
6. 盈利预测与投资评级.....	16

1. 推荐逻辑

- **拥有良好的业务结构和产品梯队，凭借强大的技术研发和营销服务实力，未来 3-5 年将充分受益于中国兽药市场的高速成长。** 公司是国内少数几家在生物制品和制剂领域均具有很强竞争优势的兽药企业，以市场化的兽用疫苗和制剂销售为主。我国畜牧业正处于由农户散养向规模化养殖转变的重要时期，随着规模养殖带来的免疫覆盖率的提升，国内兽药市场处于高速成长期，并且规模养殖促进用药规范化，导致市场份额和行业利润向优势品牌企业集中。公司作为国内兽药行业领军企业，凭借强大的技术研发和营销服务实力，未来 3-5 年将充分受益于中国兽药市场的高速成长。
- **新建产能 2013 年陆续释放，奠定未来三年高增长基础。** 公司目前可年产灭活疫苗 18 亿 ml、活疫苗 120 亿羽（头）份，疫苗生产线产能利用率处于较高水平。2013 年 6 月和 9 月瑞普生物动物疫苗扩建项目、湖南中岸疫苗车间扩建项目相继建成投产后，公司灭活疫苗和活疫苗生产能力将分别增加 1 倍和 2.8 倍，预计 2016 年可全部达产，奠定兽用生物制品未来三年高增长的基础。此外，公司猪圆环、猪细小、猪流行性腹泻等畜用疫苗也有望于 2013 年获得生产批号并推向市场，畜用疫苗产品结构将极大优化。
- **通过营销变革提升市场占有率。** 营销体系变革为四纵四横纵横交织的矩阵式管理模式，以销售大区为利润考核中心。在每个细分产品上均配备专门的营销团队进行销售攻关，一方面不断开拓新客户，另一方面通过矩阵式营销管理模式加强营销队伍和营销网络的建设，不断扩大销售区域，提高市场占有率，拉动大客户和网络经销商销售额的快速增长。
- **股权激励计划为未来三年业绩持续快速增长提供保障。** 公司于 2012 年推出面对核心管理和技术人员的股权激励计划，要达到行权条件，要求 2011-2014 年业绩复合增速不低于 33%，为公司持续快速增长提供了有力保障。首批授予的 20% 的股票期权将于 2013 年 2 月 2 日-2014 年 2 月 1 日开始行权，行权价格为 16.92 元。
- **给予买入-A 评级。** 预计公司 2012-2014 年全面摊薄的 EPS 分别 0.71、0.97 和 1.32 元，净利润增速分别为 20%、36%和 36%。考虑到公司良好的成长前景，给予 2013 年 25 倍 PE，12 个月目标价 24.30 元。

2. 公司概况：兽药板块领军企业

2.1. 以市场化销售为导向

公司是国内兽药行业领军企业，1998 年成立，2011 年收入排名位居全行业第四。产品包括兽用生物制品、兽用制剂、兽用原料药三大类，是国内少数几家产品覆盖动物疫病预防、诊断、治疗、促生长以及调节免疫机制的兽药企业。目前拥有家禽、家畜、宠物等兽药品种 290 余种，其中生物制品 50 多种、兽用制剂近 170 种、饲料添加剂 30 多种、植物提取制剂 30 多种。

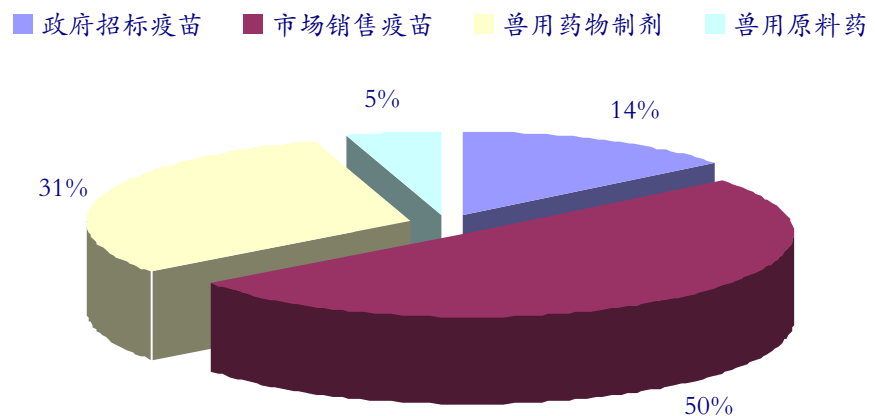
公司家禽类非政府招标疫苗全国销量第一，鸡新城疫灭活疫苗、鸡新城疫&禽流感（H9 亚型）二联灭活疫苗等多个产品市场占有率位居行业第一位，同时也是国家强制免疫的猪瘟疫活疫苗和高致病性猪蓝耳病灭活疫苗生产企业。2012 年中期公司政府招标疫苗业务毛利占比为 14%，市场疫苗、兽用制剂、兽用原料药业务毛利占比分别为 50%、31%和 5%，是 A 股兽药板块市场药销售比例最高的兽药企业。2009-2011 年公司市场苗和兽用制剂收入年复合增速分别达 38%和 28%，净利润年复合增速达 38%。

表 1：公司历史沿革

1998 年 8 月	公司成立，主要从事兽用药物经营
2001 年 12 月	收购保定生物厂，涉足兽用生物制品产业
2008 年 12 月	收购天津疫苗厂，建立天津地区生物制品生产基地
2010 年 9 月	深交所创业板上市
2010 年 12 月	实现对湖北龙翔公司控股，完成兽用原料药的产业布局
2011 年 5 月	实现对湖南中岸公司控股，完成生物制品在南方布局
2011 年 10 月	合资设立天津赛瑞多肽科技有限公司，进入多肽疫苗生产设备产业，全面提速对多肽疫苗研发工作
2012 年 6 月	实现对瑞普大地公司控股，完成牛、羊用药物产业布局

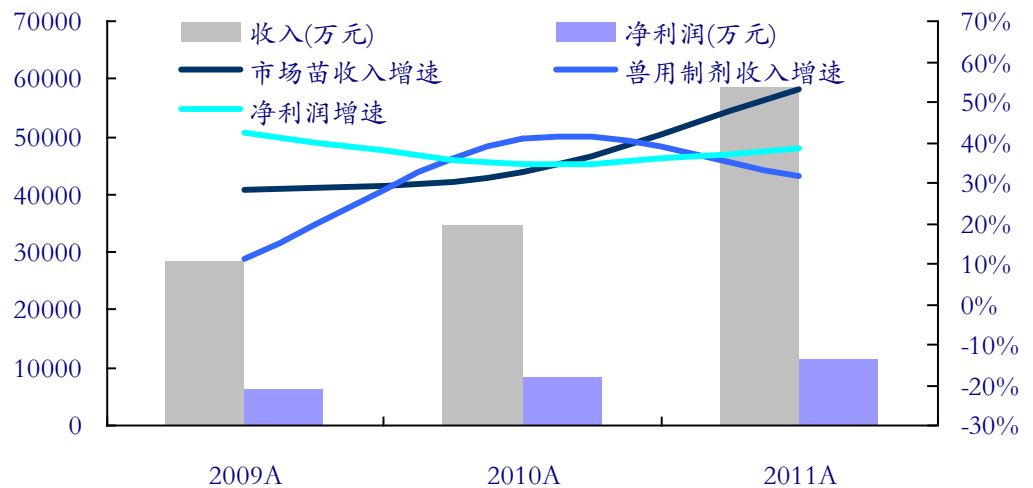
数据来源：公司公告、安信证券研究中心

图 1：2012 年中期公司毛利构成



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

图 2：公司近年来收入和净利润

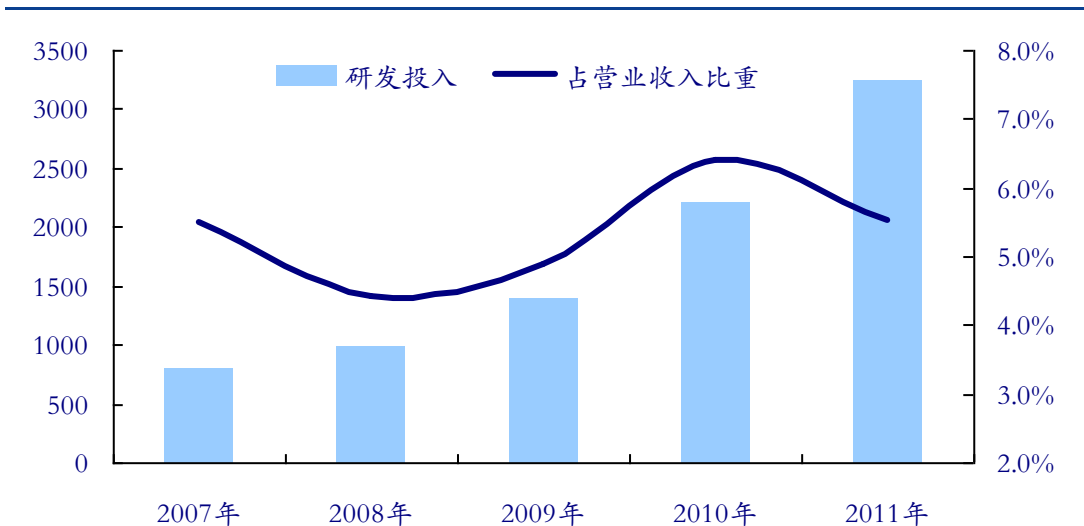


数据来源：公司公告、安信证券研究中心

2.2. 公司核心竞争优势

- **技术研发优势。**公司是兽药行业两家“国家认定企业技术中心”企业之一、两家“全国企事业知识产权工作试点单位”之一。现拥有一支以工程院院士为技术顾问、8名博士研究生和55名硕士研究生为骨干的177人研发团队，研发人员占比11%，远高于行业平均3%的比例。近年来公司研发投入占营业收入的5%左右，远高于行业平均2%-3%的比例。专业的研发团队和持续的投入推动公司将研发优势转化为产品优势，在活疫苗耐热保护技术、灭活疫苗超滤浓缩技术、疫苗毒株选育、免疫增强剂和药物新剂型等多个技术领域保持国内领先，是最近五年获得国家新兽药注册证书最多的兽药企业。
- **产品优势。**公司现拥有290多个产品批准文号，产品涵盖疫苗、化学制剂、中兽药、饲料添加剂等多个领域，是国内兽药行业产品最齐全的企业之一。基于丰富的产品梯队，公司可根据动物疫病变化规律、市场需求变化情况科学规划产品组合，向客户提供系统解决方案。高品质的产品效果让“瑞普”品牌获得客户的广泛认可，被兽药协会认定为“兽用生物制剂10强企业”、“兽用药物制剂30强企业”。
- **技术营销&服务优势。**公司现有营销及技术服务人员近500人，在重点区域建立了养殖示范推广基地，通过网络经销商技术支持、终端客户现场技术服务、专业实验室疾病诊断、免费动物疫病防控技术培训等方式开展全方位的技术服务。已在全国30个省建立分销机构，在21个省市的政府招标采购中中标，与743家规模化养殖企业建立了稳定的合作关系，一级经销商客户达2200多家，覆盖国内500个重点养殖县。

图 3：公司近年来研发投入情况（单位：万元）



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

图 4：公司销售网络布局



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

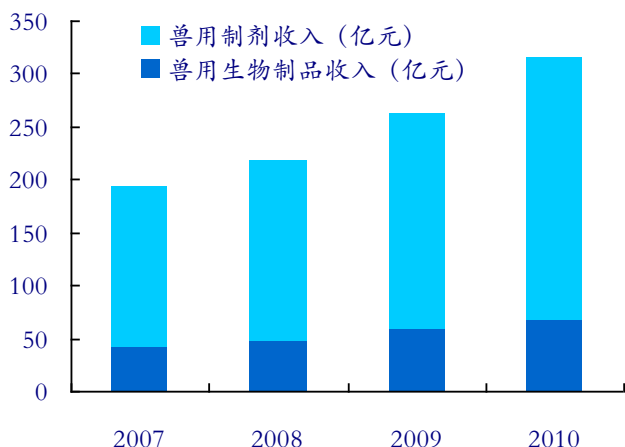
3. 国内兽药市场前景向好

3.1. 兽药行业概况

兽药包括兽用生物制品和兽用制剂两大类：其中兽用生物制品包括疫苗、治疗用生物制品、诊断制品及其他生物制品，疫苗占绝大多数；兽用制剂主要包括化学制剂、中药制剂及其他制剂。

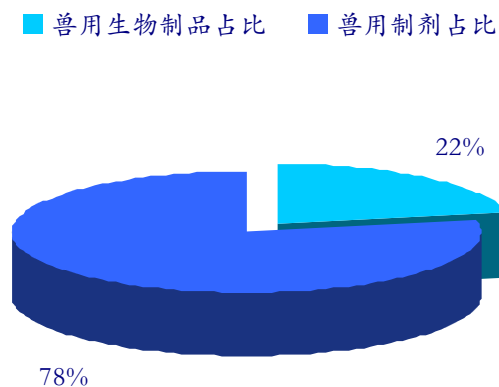
- 2010年我国兽药行业总收入314亿元，其中兽用生物制品（疫苗）收入67亿元，占比21%，兽用制剂收入247元，占比79%。兽用制剂除了小部分用于促生长和健康畜禽的保健外，大部分用于畜禽患病后的治疗。生长期45天的肉鸡全部兽药支出在0.70元左右，其中疫苗0.10元，兽用制剂0.60元；生长期120天的蛋鸡疫苗支出0.50元、兽用制剂支出1.00元左右；生猪养殖平均每头疫苗支出5元，兽用制剂10元左右。
- 中国动物疫苗市场以畜牧业动物为主，其中90%以上用于猪和鸡的疫病防治。2010年疫苗总收入62亿元，其中猪用疫苗、禽用疫苗、牛羊马疫苗、宠物及其他疫苗占比分别为48.62%、42.41%、6.94%和2.03%。而在欧美等发达国家，宠物疫苗市场已经超过畜牧业动物疫苗市场。未来随着我国居民生活的提高，宠物疫苗市场也将面临较大的发展空间。
- 动物疫苗以强制免疫疫苗为主，常规苗市场禽类份额最大。我国对严重危害养殖业生产和人体健康的动物疫病实行强制免疫，强制免疫的猪类疫病为猪瘟、口蹄疫、高致病性蓝耳病，禽类疫病为高致病性禽流感。强免疫苗由农业部指定企业生产，政府统一采购，常规疫苗则通过市场化方式销售。2010年全行业强免疫苗收入42.54亿元（猪用25.88亿元、禽用12.69亿元），占比68.47%；常规疫苗收入19.59亿元（猪用4.33亿元、禽用13.66亿元），占比31.53%。非强免疫苗种类繁多，禽类常规疫苗主要用于预防鸡新城疫、禽流感（H9亚型）、鸡传染性法氏囊、鸡痘、鸡马利克、鸡传染性支气管炎，猪用常规疫苗主要用于预防猪丹毒、猪肺疫、圆环病毒等。

图 5：我国兽药行业收入（亿元）



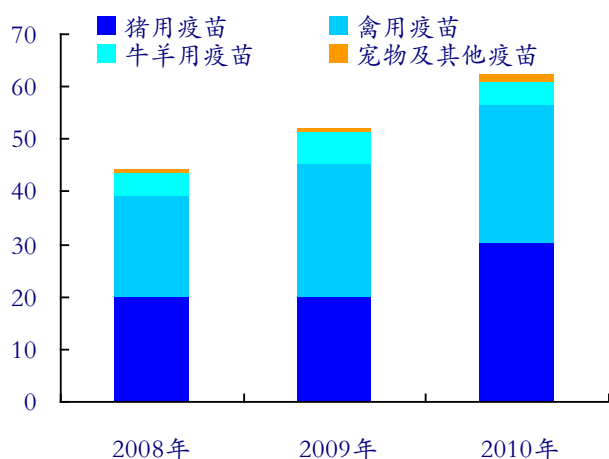
数据来源：中国兽药协会

图 6：我国兽药行业收入构成（2010年）



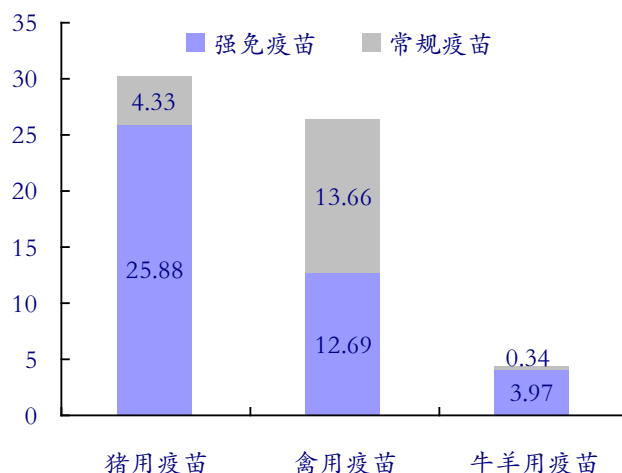
数据来源：中国兽药协会

图 7: 兽用疫苗构成 (亿元)



数据来源: 中国兽药协会

图 8: 2010 年兽用疫苗构成 (亿元)



数据来源: 中国兽药协会

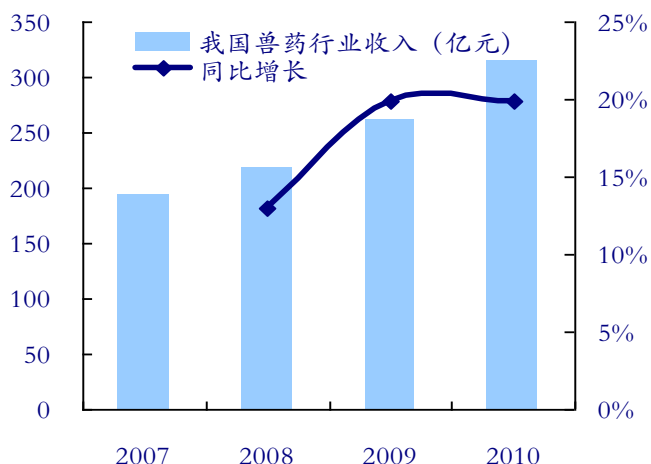
3.2. 规模化养殖驱动兽药市场高速增长

根据兽药协会统计, 2007 年我国兽药行业总收入 194 亿元, 2010 年达到 314 亿元, 近 4 年来年复合增长 18%。随着居民生活水平提高和规模养殖带来的免疫覆盖率的上升, 2015 年我国兽药市场规模将达到 700 亿元以上。

我国是畜牧业大国, 2010 生猪出栏 6.67 亿头、家禽出栏 110 亿羽, 位居全球前列。随着居民生活水平的提高, 畜禽出栏量呈逐年增长趋势: 2007-2010 年生猪出栏量年复合增长 2.4%、家禽出栏量年复合增长 4.3%。但由于城乡收入差距较大, 目前城镇居民年人均肉类消费 32.14 千克, 农村居民 20.86 千克, 仅为城镇居民的 2/3。未来 5 年随着城镇化建设的进一步深化和居民收入倍增计划的实施, 农村居民肉类消费增长潜力巨大。

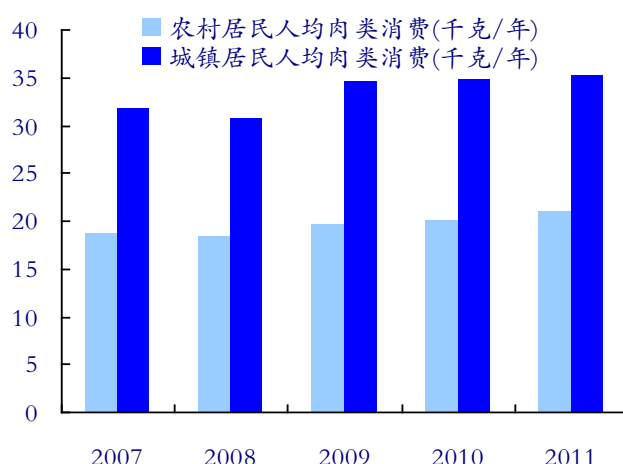
我国畜牧业正处于由农户散养向规模化养殖转变的重要时期。2010 年, 年出栏 500 头以上生猪的规模养殖场出栏量占比 34.5%, 远低于美国 94% 的比例; 年出栏 5 万羽以上肉鸡的养殖场 2 万家, 出栏量占比 33.2%, 而美国和巴西前十家肉鸡公司出栏量占比分别达到 75% 和 52%。根据《畜牧业发展第十二个五年规划》的要求, 到 2015 年全国畜禽规模养殖比重提高 10-15 个百分点。规模化养殖比例的提升将极大地促进畜牧业对兽药的需求, 并且更加有利于品牌兽药企业的发展: 一方面, 高密度养殖提高了禽畜的疫病传染机率, 使疫病的传播速度更快。另一方面, 规模化养殖企业具有更强的疫病预防意识, 也更重视兽药产品的质量, 促进用药规范化, 导致市场份额和行业利润向优势品牌企业集中。2010 年我国规模养殖场生猪医疗防疫支出 17.14 元/头, 是散养的 1.3 倍; 肉鸡大规模养殖的医疗防疫支出为 0.73 元/羽, 是小规模养殖的 1.1 倍。

图 9：2007-2010 年兽药行业收入年复合增长 18%



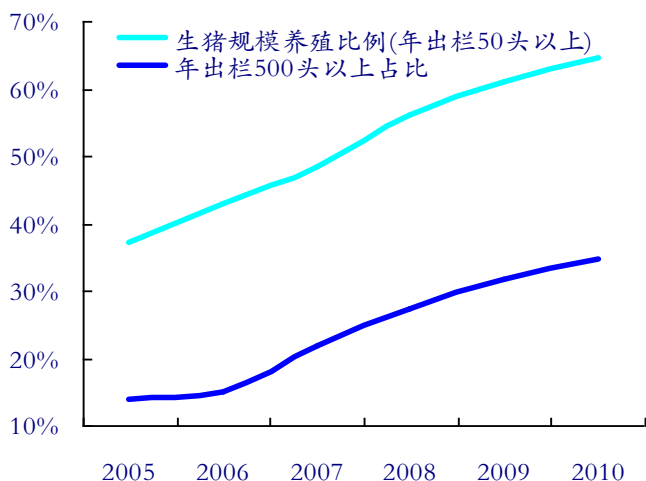
数据来源：中国兽药协会

图 10：我国城乡居民肉类消费对比



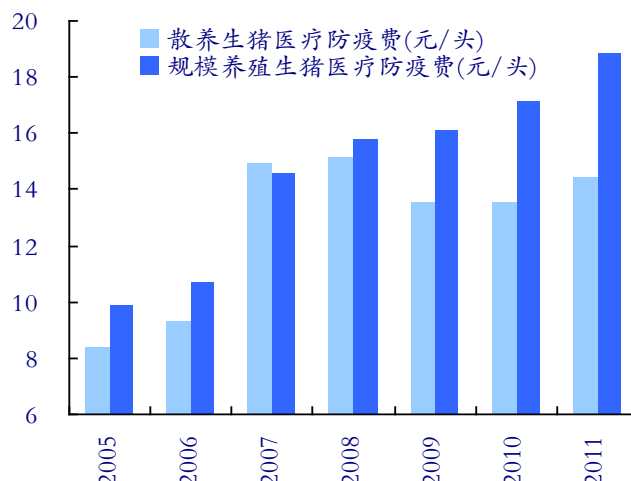
数据来源：WIND

图 11：我国生猪规模化养殖趋势



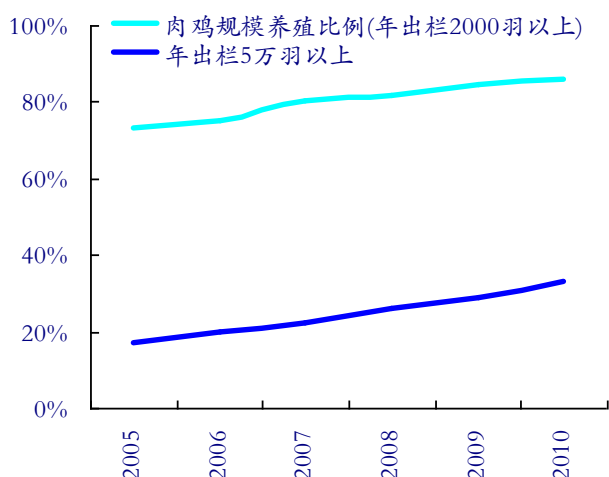
数据来源：中国畜牧业年鉴

图 12：生猪规模养殖的防疫支出是散养的 1.3 倍



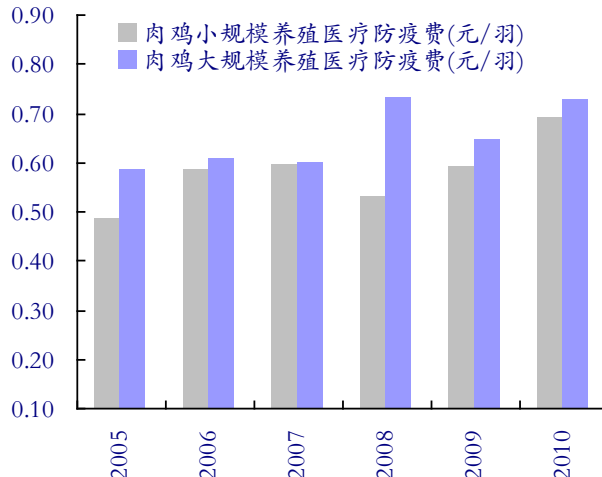
数据来源：WIND 资讯

图 13：我国肉鸡规模养殖趋势



数据来源：中国畜牧业年鉴

图 14：肉鸡大规模养殖医疗防疫费是小规模的 1.1 倍



数据来源：WIND

3.3. 市场集中度上升，利润向龙头企业集中

2006年1月1日，兽药GMP强制认证实施后，兽药企业必须取得GMP认证后才能获得生产许可证，1500多家规模小、技术含量低的企业被淘汰出市场。但目前我国仍有近2000家兽药生产企业，主要分布在山东、河南、河北、江苏和四川几个畜牧业大省，前十大兽药企业市场占有率仅为15%左右，而美国、欧洲等发达国家兽药市场，前十大企业市场占有率在70%以上。

随着居民对食品安全重视程度日益提高，国家对兽药使用管理和残留监控力度不断加强，下游养殖场从过去单一追求高效向注重产品的“高效、安全、低残留”转变，对兽药品牌的认知度逐渐提高。在市场需求调整和国家政策引导督促下，落后产能将被淘汰，行业整合将加速，龙头企业将通过持续的研发投入，在新产品、新技术、新工艺等方面保持行业领先地位，并随着市场占有率的不断提高形成越来越明显的规模效应，拥有更大的市场整合能力和定价权，行业利润将逐步向优势龙头企业集中。

公司2007年兽药收入1.46亿元，市场占有率0.8%；2011年兽药收入5.88亿元，市场占有率上升至1.5%；计划2015年兽药收入达到30亿元，市场占有率进一步上升至4.3%，综合实力有望挺进行业第一。

表 2：全球TOP 10 兽药企业市场占有率

	2008年销售额（亿美元）	占比
美国英特威—先灵葆雅动物保健公司	29.73	15%
美国辉瑞动物保健品有限公司	27.69	14%
法国梅里亚动物保健有限公司	26.43	14%
德国拜耳动物保健有限公司	12.84	7%
美国礼来动物保健品有限公司	10.93	6%
美国富道动物保健公司	10.88	6%
瑞士诺华动物保健有限公司	10.44	5%
德国勃林格殷格翰动物保健公司	6.83	4%
维克(法国)动物保健品有限公司	6.25	3%
法国诗华动物保健公司	5.41	3%
前十名合计	147.43	77%
全球动保产品年销售总额	191.90	100%

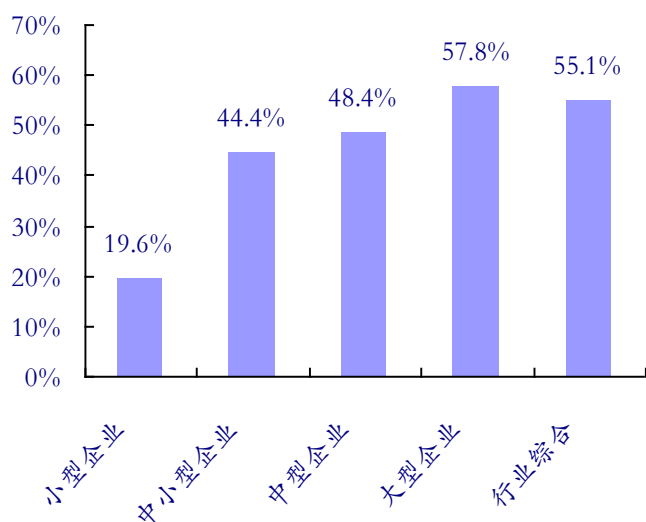
数据来源：《中国兽药杂志》、安信证券研究中心

表 3: 中国 TOP 10 兽药公司市场占有率

	2011 年兽药收入(亿元 RMB)	占比
中牧实业股份有限公司	13.89	3.8%
中国动物保健品公司	7.68	2.1%
大华农动物保健品公司	6.18	1.7%
瑞普生物	5.88	1.6%
青岛易邦生物工程公司	5.29	1.4%
山东鲁抗舍里乐药业	5.02	1.4%
新疆天康生物	4.40	1.2%
洛阳普莱柯生物工程公司	4.17	1.1%
内蒙古金宇集团	3.93	1.1%
益康生物	2.24	0.6%
前十名合计	58.68	15.9%
中国兽药行业销售总额	370.00	100.0%

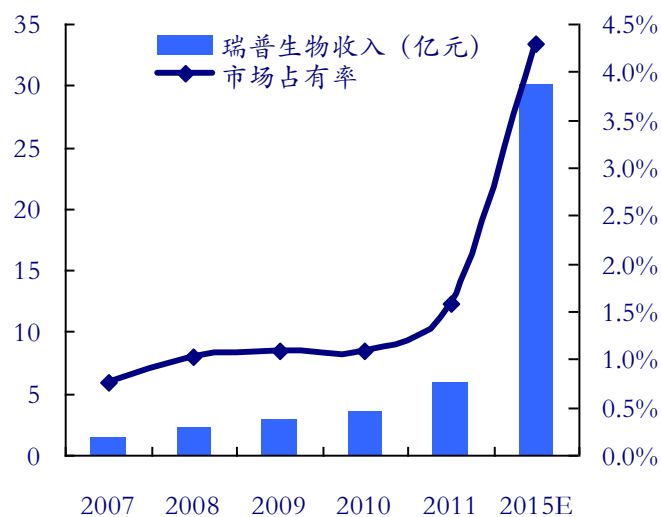
数据来源: 中国兽药协会、WIND、安信证券研究中心

图 15: 2010 年我国不同规模动物疫苗企业毛利率



数据来源: 中国兽药协会

图 16: 公司市场占有率及未来扩张计划



数据来源: 中国兽药协会、安信证券研究中心

4. 兽药龙头，站在新一轮增长的起点

4.1. 依托丰富的产品种类，向客户提供系统解决方案

公司是国内少数几家在生物制品和制剂领域均具有很强竞争优势的兽药企业。旗下拥有瑞普天津、瑞普保定、瑞普高科、湖北龙翔、湖南中岸、内蒙古瑞普大地 6 个 GMP 生产基地，拥有灭活疫苗生产线、活疫苗生产线、粉剂/散剂/预混剂、口服液生产线、消毒剂生产线、注射剂生产线、颗粒剂生产线、片剂生产线、原料药生产线等 30 条大型生产线，以巨大的产能成为国内规模最大、产品种类最全的动物保健品生产基地之一。

公司兽用生物制品主要针对鸡新城疫、传染性支气管炎、禽流感、猪瘟、猪蓝耳病等动物疫病的防治。家禽非政府招标疫苗全国销量第一，鸡新城疫灭活疫苗、鸡新城疫耐热保护剂活疫苗、鸡新城疫-传染性支气管炎二联活疫苗、鸡新城疫-禽流感（H9 亚型）二联灭活疫苗、鸡传染性法氏囊病活疫苗、鸡传染性法氏囊病耐热保护剂活疫苗等多个产品市场占有率位居行业前列；畜用疫苗以政府招标苗为主，是国家强制免疫的猪瘟活疫苗和高致病性猪蓝耳病灭活疫苗生产企业。

随着畜牧业的发展，客户需求已经从早期的疾病治疗方案向目前的预防保健方案转变。公司充分利用生物制品、制剂两大类 290 多个品种的丰富产品资源，立足于多种产品组合为基础向客户提供系统解决方案，根据动物疫病变化规律、市场需求变化情况等要素科学规划产品的功能组合，促进核心竞争优势的提升，保证公司持续快速增长。

表 4：公司现有主要兽药产品

产品类别	产品数量	主要产品
禽用灭活疫苗	10	鸡新城疫、传染性支气管炎、H9 亚型禽流感三联灭活疫苗；鸡新城疫、传染性支气管炎、减蛋综合征三联灭活疫苗；鸡新城疫、禽流感（H9 亚型）二联灭活疫苗；鸡新城疫、产蛋下降综合征二联灭活疫苗；鸡传染性鼻炎、鸡新城疫二联灭活疫苗；鸡新城疫灭活疫苗；鸡产蛋下降综合征灭活疫苗；鸡毒支原体灭活疫苗。
禽用活疫苗	16	鸡新城疫、鸡传染性支气管炎二联活疫苗；鸡新城疫中等毒力活疫苗；鸡新城疫低毒力活疫苗；鸡新城疫低毒力耐热保护剂活疫苗；鸡传染性支气管炎活疫苗（H52 株）；鸡传染性支气管炎活疫苗（H120 株）；鸡传染性支气管炎耐热保护剂活疫苗（H120 株）；鸡传染性支气管炎耐热保护剂活疫苗（H52 株）；鸡传染性法氏囊病中等毒力耐热保护剂活疫苗；鸡痘活疫苗；鸭痘活疫苗；
畜用灭活疫苗	1	高致病性猪蓝耳病灭活疫苗
畜用活疫苗	6	猪蓝耳病自然弱毒活疫苗；猪瘟活疫苗（兔源）；猪瘟活疫苗（细胞源）；猪多杀性巴氏杆菌活疫苗（679-230 株）；仔猪副伤寒活疫苗；猪败血性链球菌病活疫苗；
禽用药物制剂	33	阿莫西林可溶性粉、氟苯尼考粉、替米考星可溶性粉、替米考星溶液、地克珠利溶液、妥曲珠利溶液、恩诺沙星溶液、甲磺酸培氟沙星可溶性粉等
畜用药物制剂	15	硫酸头孢喹（倍诺林）、氟尼辛葡甲胺注射液、恩诺沙星注射液、右旋糖酐铁注射液、硫酸庆大霉素注射液、安乃近注射液、板蓝根注射液、替米考星预混剂、盐酸林可霉素预混剂等
宠物药物制剂	2	氨苄西林钠可溶性粉、月苄三甲氯铵溶液
化学原料药	4	替米考星、妥曲珠利、氟苯尼考、沃尼妙林
饲料添加剂	58	禽用微量元素、电解质预混合饲料；蛋鸡用维生素、微量元素复合预混合饲料等

数据来源：公司网站、安信证券研究中心

表 5：公司下属主要子公司及产能

业务	子公司	持股比例	现有产能	2012H 收入(万元)	2012H 净利润(万元)
生物制品生产基地	瑞普保定生物药业有限公司	100%	4 个 GMP 车间、10 条生产线。产品涉及禽、猪及犬用 3 大系列、40 多个品种、120 多种规格，年产禽猪用活疫苗 120 亿羽（头）份、灭活疫苗 12 亿毫升	11,628	3,285
	天津瑞普高科生物药业有限公司	100%	5 条细胞苗、胚毒、细胞灭活疫苗生产线，可年产畜禽灭活疫苗 6 亿毫升。	3,718	1,279
	湖南中岸生物药业有限公司	56%	1 个 GMP 生产车间，3 条疫苗生产线，可生产鸡、猪两大系列，29 个品种，90 多种规格的产品，年产畜禽用活疫苗 1 亿 2000 万羽（头）份。	1,915	218
药物生产基地	瑞普天津生物药业有限公司	100%		7,898	2,340
	湖北龙翔药业有限公司	81%	8 个生产车间，生产氟苯尼考、替米考星、托曲珠利、沃尼妙林、恶喹酸、帕托珠利等原料药及制剂产品	7,431	168
	内蒙古瑞普大地生物药业有限责任公司	51%	现拥有粉剂、散剂、预混剂、口服液、消毒剂、注射剂等 8 条大型生产线，其中消毒剂车间是国家防治口蹄疫和禽流感等传染病的重点生产单位	507	

数据来源：公司网站、安信证券研究中心

4.2. 启动营销变革提升市场占有率

根据产品特点和客户结构，公司兽药销售主要有三种模式，分别为政府招标采购、大客户直销和网络经销。①公司销售中心设立了商务招标部门，负责各省政府采购的投标工作。公司已经连续 5 年参加猪瘟活疫苗和高致病性猪蓝耳病灭活疫苗的政府招标采购。②集团化、规模化养殖企业需求量较大且主动防疫意识强，公司一般采用直销方式，已经与 1000 多家规模化养殖企业建立了长期业务合作。③针对小规模养殖客户，公司一般采用网络经销模式，一级经销客户达 2200 多家，覆盖国内 500 个重点养殖县。

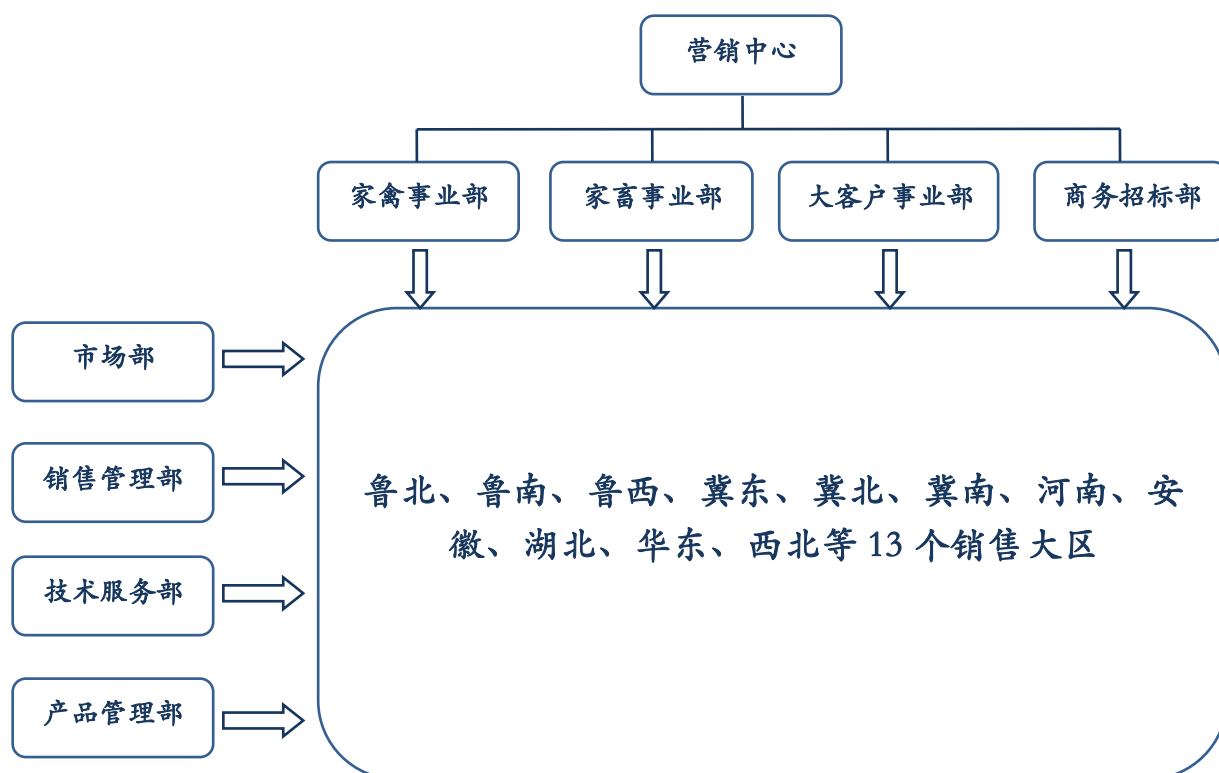
公司于 2010 年底启动营销系统的“全面增值客户”为导向的变革，建立“家禽、家畜、大客户和商务招标四个业务部门”与“市场、技术服务、产品管理与销售管理四个业务支撑部门”纵横交织的矩阵式营销管理模式。以销售大区为利润考核中心，在每个细分产品上均配备专门的营销团队进行销售攻关，一方面不断开拓新客户，另一方面通过矩阵式营销管理模式加强营销队伍和营销网络的建设，扩大公司销售区域，提高市场占有率。通过营销系统变革保持了公司营销及服务在行业中的领先地位，拉动市场苗和市场药销售额的快速增长，业务结构进一步优化：大客户直销和网络经销比重上升至 90%左右，政府招标采购比重降至 10%左右。

表 6：公司兽药销售三种模式

销售模式	产品类别	客户
政府招标采购	强制免疫类兽用生物制品	省级兽医防疫机构
大客户直销	兽用生物制品、兽用制剂	养殖企业、大型养殖场等
网络经销	兽用生物制品、兽用制剂	网络经销商

数据来源：公司公告、

图 17：四纵四横矩阵式营销管理模式



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

4.3. 新建产能 2013 年陆续释放，奠定未来三年高增长基础

公司目前可年产灭活疫苗 18 亿 ml、活疫苗活疫苗 120 亿羽（头）份。近年来公司兽用生物制品增长较快，疫苗生产线产能利用率已处于较高水平。2013 年 6 月“瑞普生物动物疫苗扩建项目”建成投产，将新增“年产灭活疫苗 15 亿毫升，活疫苗 300 亿羽份”的生产能力；2013 年 9 月“湖南中岸扩建活疫苗车间、新建灭活疫苗车间项目”建成投产后，将新增“年产灭活疫苗 3 亿 ml，活疫苗年 37 亿头份”的生产能力。届时公司灭活疫苗和活疫苗生产能力将分别增加 1 倍和 2.8 倍，将有效缓解目前的产能瓶颈，预计 2016 年可全部达产，奠定兽用生物制品未来三年高增长的基础。此外，公司猪圆环、猪细小、猪流行性腹泻等畜用疫苗也有望于 2013 年获得生产批号并推向市场，畜用疫苗产品结构将极大优化。

兽用制剂方面，“瑞普天津动物用头孢喹肟注射液和中药制剂扩建项目”于 2012 年 8 月部分投产，核心产品头孢喹肟注射液（倍诺林）是目前唯一的动物专用第四代头孢类抗生素，解决了常规抗生素的耐药性问题，市场潜在需求旺盛，2012 年销售额 1000-2000 万元，预计 2013 年 4000-5000 万元左右，全面达产后年销售额可达 9600 万元。此外，“湖北龙翔年产 5 万吨沃尼妙林和年产 20 万吨氟苯尼考生产线项目”也将于 2013 年 12 月投产，全年达产后年销售额可达 3700 万元、净利润可达 1420 万元。

表 7：公司在建项目投产计划

总投资(万元)	投产时间	建设内容	达产后经济效益
7,015	2012 年 8 月 31 日	生产硫酸头孢喹肟注射液（倍诺林）和紫花诃子散、翘叶清瘀散、黄芪多糖注射液、陈柏止咳颗粒、麻杏石甘颗粒、常青颗粒 6 种中药制剂。	头孢喹肟注射液、紫花诃子散、翘叶清瘀散年销售收入分别为 9600、1000 和 1000 万元，年利润总额 2876 万元。
23,727	2013 年 6 月 30 日	生产 13 种禽用疫苗产品，同时可生产用于提升动物免疫能力的转移因子、抗体系列产品。可年产灭活疫苗 15 亿毫升，活疫苗 300 亿羽份，年产转移因子口服液 15 亿毫升，年产卵黄抗体 3 亿毫升。	年销售收入约 82000 万元，年利润总额 25100 万元，所得税后年净利润约 21300 万元。
4,000	2013 年 9 月 30 日	可形成年产灭活疫苗 3 亿 ml，并将现有活疫苗年生产能力提高至 37 亿头（羽）份。	年销售收入达 45000 万元，年利润总额 12681 万元，年净利润 10779 万元。
1,800	2013 年 12 月 31 日	年产 5 吨盐酸沃尼妙林原料药，年产 20 吨氟苯尼考原料药	年产 5 吨盐酸沃尼妙林销售收入 3000 万元，净利润 1100 万元；年产 20 吨氟苯尼考销售收入 1700 万元，净利润 320 万元。

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

5. 股权激励保障 2011-2014 年复合增长 33%

公司于 2012 年推出股权激励计划，向 190 位核心管理人员和技术人员授予 650 万份股票期权，占公司总股本的 3.37%，其中首次授予的股票期权数量为 582.4 万份，预留部分为 67.6 万份，授予日为 2012 年 2 月 2 日，行权价格为 16.92 元。自授予日起满 12 个月后，激励对象在 48 个月内分 4 期进行行权。

要达到行权条件，公司 2014 年净利润需较 2010 年增长 214.59% 以上，2011-2014 四年业绩复合增速不低于 33%，为中长期业绩的持续快速增长提供了有力保障。公司 2011 年扣非后净利润较 2010 年增长 53.53%，达到了第一期的行权条件，首次授予的 20% 股票期权将于 2013 年 2 月 2 日-2014 年 2 月 1 日开始行权，行权价格为 16.92 元。

表 8：公司股权激励方案

行权期	净利润增速(2010 年为基数)	加权平均 ROE	行权期	可行权数量
第一个行权期	2011 年增速不低于 40.00%	6.68%	2013 年 2 月 2 日-2014 年 2 月 1 日	20%
第二个行权期	2012 年增速不低于 76.63%	7.84%	2014 年 2 月 2 日-2015 年 2 月 1 日	20%
第三个行权期	2013 年增速不低于 137.90%	9.67%	2015 年 2 月 2 日-2016 年 2 月 1 日	30%
第四个行权期	2014 年增速不低于 214.59%	11.49%	2016 年 2 月 2 日-2017 年 2 月 1 日	30%

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

6. 盈利预测与投资评级

预计公司 2012-2014 年全面摊薄的 EPS 分别 0.71、0.97 和 1.32 元，净利润增速分别为 20%、36% 和 36%。公司作为市场药销售比例最高的兽药上市企业，拥有良好的业务结构和产品梯队，凭借强大的技术研发和营销服务实力，未来 3-5 年将充分受益于中国兽药市场的高速成长，综合实力有望挺进行业第一。考虑到公司良好的成长前景，给予 2013 年 25 倍 PE，12 个月目标价 24.30 元，给予“买入-A”评级。

表 9：细分业务收入预测假设（单位：万元）

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
兽用生物制品收入	24,217	30,737	34,318	45,301	60,678
增速	14%	27%	12%	32%	34%
市场销售疫苗收入	14,511	23,876	27,458	38,441	53,817
增速	32%	53%	15%	40%	40%
政府招标疫苗收入	9,705	6,861	6,861	6,861	6,861
增速	-6%	-22%	0%	0%	0%
兽用制剂收入	10,228	13,444	17,477	23,594	31,852
增速	41%	31%	30%	35%	35%
兽用原料药收入		15,438	15,438	16,209	17,830
增速			0%	5%	10%
营业收入合计	34,445	58,405	66,020	83,892	109,147
增速	21%	70%	13%	27%	30%

数据来源：WIND、安信证券研究中心

表 10: 细分业务毛利率假设

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
兽用生物制品毛利率	73.7%	71.2%	70.0%	70.0%	70.0%
兽用制剂毛利率	64.0%	68.8%	70.0%	70.0%	70.0%
兽用原料药毛利率		8.5%	8.5%	8.5%	8.5%

数据来源: WIND、安信证券研究中心

表 11: 公司业绩预测主要结果

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	34,562	58,771	66,020	83,892	109,147
增速	21%	70%	13%	27%	30%
营业利润	10,378	14,366	15,343	20,486	28,440
增速	4%	38%	7%	34%	39%
利润总额	11,911	14,981	16,743	21,886	29,840
增速	18%	26%	12%	31%	36%
归属母公司所有者净利润	8,254	11,409	13,706	18,701	25,498
增速	34%	38%	20%	36%	36%
每股收益(元)	0.43	0.59	0.71	0.97	1.32

数据来源: WIND、安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总(2012年12月25日)

利润表						财务指标					
(万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E	(万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	34,561.9	58,771.3	66,019.8	83,891.7	109,146.9	成长性					
减:营业成本	10,075.4	26,042.8	28,465.3	34,301.6	42,875.0	营业收入增长率	21.1%	70.0%	12.3%	27.1%	30.1%
营业税费	120.1	438.5	474.8	603.3	784.9	营业利润增长率	3.9%	38.4%	6.8%	33.5%	38.8%
销售费用	10,030.8	13,864.4	13,864.2	17,617.3	22,920.8	净利润增长率	34.2%	38.2%	20.1%	36.4%	36.3%
管理费用	3,851.8	6,238.8	9,572.9	12,583.8	15,826.3	EBITDA 增长率	3.9%	25.7%	9.6%	42.1%	40.9%
财务费用	-189.9	-2,465.8	-2,300.0	-2,300.0	-2,300.0	EBIT 增长率	2.5%	16.8%	9.6%	39.4%	43.7%
资产减值损失	171.0	410.9	600.0	600.0	600.0	NOPLAT 增长率	-0.8%	18.6%	13.2%	38.1%	42.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	94.4%	93.6%	3.0%	62.0%	-32.1%
投资和汇兑收益	-124.6	124.6	-	-	-	净资产增长率	465.1%	4.9%	8.6%	4.9%	8.0%
营业利润	10,378.1	14,366.4	15,342.7	20,485.8	28,439.8	利润率					
加:营业外净收支	1,533.2	614.5	1,400.0	1,400.0	1,400.0	毛利率	70.8%	55.7%	56.9%	59.1%	60.7%
利润总额	11,911.3	14,980.9	16,742.7	21,885.8	29,839.8	营业利润率	30.0%	24.4%	23.2%	24.4%	26.1%
减:所得税	1,869.6	2,162.4	2,436.4	3,184.8	4,342.3	净利润率	23.9%	19.4%	20.8%	22.3%	23.4%
净利润	8,254.0	11,409.5	13,706.3	18,701.0	25,497.5	EBITDA/营业收入	32.4%	23.9%	23.4%	26.1%	28.3%
						EBIT/营业收入	29.5%	20.2%	19.8%	21.7%	23.9%
资产负债表						运营效率					
	2010	2011	2012E	2013E	2014E	固定资产周转天数	120	107	121	121	120
货币资金	118,213.1	89,672.9	97,412.5	65,173.7	112,522.2	流动营业资本周转天数	55	116	72	82	88
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	845	820	708	536	472
应收帐款	8,799.2	12,432.8	16,289.0	19,369.6	25,066.5	应收帐款周转天数	86	65	78	77	73
应收票据	81.2	205.0	493.6	258.9	629.6	存货周转天数	53	54	68	63	57
预付帐款	2,858.5	15,880.5	68.9	19,919.5	6,699.9	总资产周转天数	1,061	1,009	997	827	681
存货	6,509.1	11,201.6	13,882.8	15,593.7	19,001.0	投资资本周转天数	257	293	349	365	291
其他流动资产	332.1	1,532.6	621.5	828.7	994.3	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	7.0%	8.6%	8.8%	11.0%	13.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	6.2%	7.7%	7.2%	10.0%	11.3%
长期股权投资	3,862.3	2,043.1	2,043.1	2,043.1	2,043.1	ROIC	51.3%	31.3%	18.3%	24.5%	21.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	13,770.6	21,246.7	23,164.7	33,324.2	39,156.2	销售费用率	29.0%	23.6%	21.0%	21.0%	21.0%
在建工程	4,312.7	872.1	33,184.9	19,911.0	9,955.5	管理费用率	11.1%	10.6%	14.5%	15.0%	14.5%
无形资产	3,403.1	11,546.8	10,937.2	10,327.7	9,718.2	财务费用率	-0.5%	-4.2%	-3.5%	-2.7%	-2.1%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	39.6%	30.0%	32.0%	33.3%	33.4%
资产总额	162,242.2	167,117.7	198,406.1	187,077.1	226,159.3	偿债能力					
短期债务	7,800.0	3,500.0	-	-	-	资产负债率	12.1%	10.5%	18.1%	8.9%	18.6%
应付帐款	7,749.7	8,735.2	28,943.7	11,048.9	33,578.0	负债权益比	13.7%	11.7%	22.1%	9.8%	22.8%
应付票据	648.6	300.0	656.5	880.3	760.8	流动比率	7.44	8.55	3.74	8.07	4.10
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	7.08	7.81	3.34	7.03	3.62
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-53.65	-4.83	-5.67	-7.91	-11.37
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	19,565.5	17,511.9	35,961.4	16,638.8	42,053.5	DPS(元)	0.38	0.23	0.31	0.56	0.61
少数股东权益	7,361.9	10,312.5	10,882.5	10,882.5	10,882.5	分红比率	89.8%	39.0%	42.9%	57.3%	46.4%
股本	7,414.8	14,829.6	19,278.1	19,278.1	19,278.1	股息收益率	2.1%	1.2%	1.6%	3.0%	3.3%
留存收益	127,900.0	124,463.6	132,284.1	140,277.7	153,945.2						
股东权益	142,676.7	149,605.7	162,444.8	170,438.3	184,105.8						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2010	2011	2012E	2013E	2014E	EPS(元)	0.43	0.59	0.71	0.97	1.32
净利润	10,041.7	12,818.4	13,706.3	18,701.0	25,497.5	BVPS(元)	7.02	7.23	7.86	8.28	8.99
加:折旧和摊销	1,053.8	2,169.0	2,378.8	3,724.0	4,732.9	PE(X)	43.3	31.3	26.1	19.1	14.0
资产减值准备	171.0	410.9	-	-	-	PB(X)	2.6	2.6	2.4	2.2	2.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-125.0	-15.0	42.4	-16.6	6.0
财务费用	179.3	245.8	-2,300.0	-2,300.0	-2,300.0	P/S	10.3	6.1	5.4	4.3	3.3
投资损失	124.6	-124.6	-	-	-	EV/EBITDA	37.5	14.9	17.6	13.8	8.3
少数股东损益	1,787.7	1,409.0	600.0	-	-	CAGR(%)	23.0%	25.8%	17.4%	23.0%	25.8%
营运资金的变动	-1,169.1	-5,989.5	31,316.5	-43,619.5	28,958.6	PEG	1.9	1.2	1.5	0.8	0.5
经营活动产生现金流量	11,281.5	9,028.6	45,701.6	-23,494.5	56,889.1	ROIC/WACC	3.8	2.3	1.3	1.8	1.6
投资活动产生现金流量	-12,128.0	-20,335.1	-36,000.0	-	-	REP	3.4	1.4	3.1	1.6	2.3
融资活动产生现金流量	107,223.5	-17,325.0	-1,961.9	-8,744.3	-9,540.6						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

吴莉、李江分别声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	张勤	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	黄方禅	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	潘冬亮	010-59113590	pandl@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	律烨	0755-82558076	lvye@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

